

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

RAFAEL MENDONÇA DO NASCIMENTO OLIVEIRA

DETERMINANTES DAS EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL E ANÁLISE  
DA VIABILIDADE NO USO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

CURITIBA  
2015

RAFAEL MENDONÇA DO NASCIMENTO OLIVEIRA

DETERMINANTES DAS EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL E ANÁLISE  
DA VIABILIDADE NO USO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de graduação em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Fernando Motta Correia

CURITIBA  
2015

## **TERMO DE APROVAÇÃO**

RAFAEL MENDONÇA DO NASCIMENTO OLIVEIRA

### **DETERMINANTES DAS EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL E ANÁLISE DA VIABILIDADE NO USO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO**

Monografia aprovada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel no Curso de Ciências Econômicas, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

---

Orientador: Prof. Dr. Fernando Motta Correia  
Departamento de Economia, UFPR

---

Profa. Dra. Dayani Cris de Aquino  
Departamento de Economia, UFPR

---

Prof. Dr. Jose Guilherme Silva Vieira  
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 04 de dezembro de 2015

*A minha esposa Samira, aos meus pais Gualter e Vilma e ao meu irmão Tiago.*

## **RESUMO**

Este trabalho traz consigo um estudo sobre os aspectos que influenciam a formação das expectativas inflacionárias no Brasil e buscará fazer uma análise da viabilidade no uso do regime de metas de inflação. A literatura existente foi abordada de forma a vermos a evolução do pensamento macroeconômico e suas implicações na política monetária e os diferentes usos de seus instrumentos e um breve apanhado dos principais regimes monetários. Atualmente, diversos países elegeram como principal objetivo da política monetária o controle da inflação, e para tanto a solução adotada está sendo o emprego do sistema de meta de inflação. Buscaremos analisar a eficácia e sustentabilidade deste regime assim como a influência das políticas monetária e fiscal em seu sucesso.

Palavras-chave: Regime de metas de inflação, regimes monetários, expectativas.

## **ABSTRACT**

This present paper brings a study over the aspects that build the formation of inflation expectations in Brazil and will analyse the viability of the inflation targeting regime. Present literature was used as a mean to see the evolution of macroeconomic thought and the implications on monetary policy the many methods of use of it's instruments and a brief review of monetary regimes. Now a days, many countries established inflation control as their main goal, and inflation targeting regime is the method. An analysis of the effectiveness and sustainability of inflation targeting will be made as well as the influence of monetary and fiscal policy on it's success.

Keywords: Inflation targeting regime, monetary regimes, expectations.

## LISTA DE GRÁFICOS

|   |    |
|---|----|
| GRÁFICO 1 - EXPECTATIVAS DA INFLAÇÃO X CENTRO DA META DE INFLAÇÃO X SELIC ..... | 35 |
| GRÁFICO 2 -TAXA SELIC E EXPECTATIVA DE INFLAÇÃO.....                            | 37 |
| GRÁFICO 3 -EVOLUÇÃO DO PARÂMETRO DE AVERSÃO A DESVIOS DO PRODUTO.....           | 38 |
| GRÁFICO 4 -EVOLUÇÃO DOS DESEMBOLSOS DO BNDES EM MILHÕES DE REAIS.....           | 39 |

## **LISTA DE TABELAS**

|  |    |
|--|----|
| TABELA 1 - RESERVAS INTERNACIONAIS E TAXA DE CÂMBIO (1994-1999)..... | 26 |
| TABELA 2 - HISTÓRICO DE METAS PARA A INFLAÇÃO NO BRASIL.....         | 27 |
| TABELA 3 - EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO (IPCA) ANOS DE 2015 E 2016.....  | 38 |
| TABELA 4 – PAÍSES QUE ADOTAM RMI, DATA DE ADOÇÃO E RESULTADOS...     | 40 |



## **LISTA DE ABREVIATURAS E/OU SIGLAS**

|       |   |  |
|-------|---|--|
| Bacen | - | Banco Central do Brasil                              |
| BNDES | - | Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social |
| CF    | - | Constituição Federal                                 |
| Copom | - | Comitê de Política Monetária                         |
| FED   | - | Reservas Federal dos Estados Unidos                  |
| FMI   | - | Fundo Monetário Internacional                        |
| IBGE  | - | Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística      |
| INPC  | - | Índice Nacional de Preços ao Consumidor              |
| IPCA  | - | Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo        |
| LDO   | - | Lei de Diretrizes Orçamentárias                      |
| LOA   | - | Lei e Orçamento Anual                                |
| LRF   | - | Lei de Responsabilidade Fiscal                       |
| RMI   | - | Regime de Metas de Inflação                          |
| Selic | - | Sistema Especial de Liquidação e de Custódia         |
| TMA   | - | Taxa Mínima de Atratividade                          |
| TJLP  | - | Taxa de Juros de Longo Prazo                         |
| TQM   | - | Teoria Quantitativa da Moeda                         |

## SUMÁRIO

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1 INTRODUÇÃO.....</b>  | <b>11</b> |
| <b>2 POLÍTICA MONETÁRIA SOB A ÓTICA DAS DIVERSAS ESCOLAS DE PENSAMENTO ECONÔMICO.....</b> | <b>12</b> |
| 2.1 CLÁSSICOS .....   | 12        |
| 2.2 KEYNES .....  | 13        |
| 2.3 MONETARISMO .....   | 15        |
| 2.4 NOVOS CLÁSSICOS .....   | 17        |
| 2.5 O PENSAMENTO MACROECONÔMICO E A POLÍTICA MONETÁRIA .....                              | 18        |
| <b>3 REGIMES MONETÁRIOS .....</b>   | <b>20</b> |
| 3.1 REGIME DE METAS CAMBIAS .....   | 20        |
| 3.2 REGIME DE METAS MONETÁRIAS .....  | 22        |
| 3.3 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....  | 23        |
| 3.3.1 Regime de Metas de Inflação no Brasil.....  | 25        |
| <b>4 LEI DE RESPONSABILIDADE FISCAL .....</b>   | <b>29</b> |
| 4.1 ORIGENS E EXPERIÊNCIAS ANTERIORES.....  | 30        |
| 4.2 FUNDAMENTOS DA LRF .....  | 30        |
| 4.3 TRANSPARÊNCIA E <i>ACCOUNTABILITY</i> .....   | 31        |
| <b>5 O PAPEL DAS EXPECTATIVAS NA FORMAÇÃO DA TAXA DE INFLAÇÃO ...</b>                     | <b>33</b> |
| 5.1 EXPECTATIVAS ADAPTATIVAS .....  | 33        |
| 5.2 EXPECTATIVAS RACIONAIS .....  | 33        |
| 5.3 O CASO BRASILEIRO .....   | 34        |
| <b>6 ANÁLISE DAS PERSPECTIVAS DE FUTURO DO RMI .....</b>                                  | <b>36</b> |
| 6.1 MOTIVOS DA PERSISTÊNCIA DA INFLAÇÃO BRASILEIRA FORA DO CENTRO DA META.....            | 36        |
| 6.2 EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL .....   | 40        |
| <b>7 CONCLUSÃO .....</b>  | <b>43</b> |
| <b>REFERÊNCIAS.....</b>   | <b>45</b> |

## 1 INTRODUÇÃO

Rossetti (1998, p.253), define política monetária como “o controle da oferta de moeda e das taxas de juros, no sentido de que sejam atingidos os objetivos da política econômica global do governo. ” E é através do controle da quantidade da moeda e das taxas de juros que as autoridades tentam controlar a inflação.

O atual contexto da inflação brasileira se dá em grande parte pelo represamento anterior dos preços administrados que foram fortemente reajustados em 2015 e também pela perda da credibilidade do Banco Central que sinalizou durante muito tempo que estava disposto a aceitar um pouco mais de inflação em troca de um aumento no produto.

Uma discussão pertinente na literatura econômica e acerca da neutralidade da moeda. Para os clássicos, a moeda era neutra tanto no longo quanto no curto prazo. Friedman e os monetaristas, defendiam que a moeda era neutra somente no longo prazo. Já Keynes, rejeitou a neutralidade da moeda tanto no curto quanto no longo prazo. E essas conclusões de cada escola do pensamento macroeconômico levaram às várias formas de combate à inflação.

Os instrumentos da política monetária são as variáveis que o Banco Central controla de forma direta, a grosso modo, compulsório, *Open Market* e redesconto. Esses instrumentos são empregados das mais diversas formas de acordo com o regime monetário adotado pelo país em questão, seja ele um regime de metas cambiais, metas monetárias ou de metas de inflação.

O objetivo do trabalho é analisar os fatores determinantes das expectativas de inflação no Brasil na tentativa de identificar a viabilidade do uso do regime metas de inflação.

Para atingir este objetivo iremos ver a evolução do pensamento macroeconômico, em especial no que concerne ao uso dos instrumentos de política econômica. Em seguida veremos um rápido resumo dos três tipos de regimes monetários. Logo após veremos um histórico da Lei de Responsabilidade Fiscal no Brasil e sua influência no regime de metas de inflação. Veremos O papel das expectativas na formação da taxa de inflação e finalizaremos com uma Análise das perspectivas de Futuro do Regime de Metas de Inflação.

## 2 POLÍTICA MONETÁRIA SOB A ÓTICA DAS DIVERSAS ESCOLAS DE PENSAMENTO ECONÔMICO

O capítulo discute os principais apontamentos acerca da evolução do pensamento macroeconômico, em especial no que concerne ao uso dos instrumentos de política econômica e seus principais efeitos sobre os agregados econômicos.

### 2.1 CLÁSSICOS

A escola clássica tem como principais expoentes: Adam Smith, John Stuart Mill, Jean-Baptiste Say, David Ricardo e Thomas Robert Malthus. Porém, nesta seção iremos focar nos clássicos como definidos por Keynes, autores como Pigou e Marshall. Estes autores já admitiam que a economia converge para o pleno emprego. E conforme Smith, seriam conduzidos como que por “uma mão invisível” ao nível de equilíbrio. Logo, a intervenção governamental não seria necessária, nem desejada. Para os clássicos, o pleno emprego era o estado natural da economia.

Ackley (1966) define assim as suposições dos clássicos:

- Todos os agentes econômicos são racionais, maximizam seus lucros, suas utilidades e não sofrem de ilusão monetária, sendo eles famílias ou firmas;
- Todos os mercados são do tipo concorrência perfeita e os preços são perfeitamente flexíveis;
- Todos os agentes possuem informação perfeita sobre as condições de mercado e assim tomam suas decisões;
- O comércio apenas ocorre quando existe clareza de mercado e são assegurados por um sistema walrasiano, o que previne imperfeições nas trocas;
- Os agentes possuem expectativas estáveis ao longo do tempo.

Snowdon e Vane (2005), apontam que os clássicos dividiam a economia em dois setores: o real e o monetário. Dessa divisão que vem a “dicotomia clássica”, que é quando variáveis reais, como a produção e a taxa real de juros podem ser conhecidas sem se saber a taxa de inflação e o nível nominal de oferta de moeda. Na dicotomia clássica a moeda é neutra, ou seja, só afeta variáveis nominais, como níveis de preço, salários e não variáveis reais.

Para entendermos a interpretação do fenômeno da inflação sob a ótica dos clássicos precisamos ver mais três conceitos: determinação do emprego e produção, a lei de Say e a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM).

A determinação do emprego e produção tem como base a hipótese de neutralidade entre setor real e monetário, assim a produção não depende da quantidade de moeda. Para os clássicos, salários e preços eram flexíveis.

A lei de Say, postula que a produção de um certo bem gera sua própria demanda, assim problemas de superprodução, se ocorressem, seriam temporários. Bresser (1968) aponta que a teoria quantitativa da moeda parte da equação de trocas, e que, com a velocidade da moeda constante, e dada uma determinada quantidade de moeda, a produção varia em relação inversa e proporcional aos preços.

Para os clássicos, a velocidade da moeda era constante e a renda somente era afetada por elementos reais, como tecnologia e fatores de produção. Assim, um aumento na quantidade de moeda, elevaria a demanda e como consequência o nível de preços também seria elevado, já que os fatores reais da economia se manteriam estáveis.

Então, para os clássicos, a inflação era basicamente de demanda. Ou seja, uma situação de pleno emprego onde elevações de consumo, investimentos e gastos do governo levam a inflação. Então, quando a demanda fosse maior que a oferta o ajuste se daria através de uma elevação nos níveis de preços e para combater esse fenômeno a estratégia era de esfriar a demanda agregada.

## 2.2 KEYNES

No desenrolar da depressão de 1929, a teoria econômica convencional, ou o chamado *mainstream* clássico, não conseguia explicar a grande crise que se

desenrolava. Nesse vácuo de ideias que o economista britânico John Maynard Keynes fincou seu nome na história. A pedra fundamental da teoria que até hoje leva seu nome é que a demanda agregada é a força motriz da economia e que o mercado livre não tem nenhuma garantia de se equilibrar no pleno emprego.

Conforme Jahan *et al.* (2014), a ideia de Keynes era que períodos de demanda agregada em desequilíbrio criariam flutuações nos níveis de emprego levando a uma elevada taxa de desemprego involuntário. Para Keynes, o nível de renda (Y) era definido pelo consumo (C), investimentos (I), gastos governamentais (G) e exportações líquidas (X-M). E qualquer aumento na demanda deveria vir, necessariamente, de um destes quatro componentes.

Porém, em tempos de recessão, a demanda tende a diminuir conforme os gastos em geral caem. Esses períodos de incerteza danificam a confiança dos consumidores que são levados a adiar compras grandes de bens duráveis. E essa redução de gastos dos consumidores faz com que às firmas invistam menos. Esta situação transfere ao governo a responsabilidade de aumentar o nível da produção. Conforme a teoria Keynesiana, é de responsabilidade do governo intervir na economia equalizando os ciclos de “boom” e “bust”.

A seguir as três principais hipóteses de Keynes a respeito de como a economia se comporta:

- A demanda agregada é influenciada por muitas decisões econômicas, tanto do setor público quanto do privado;
- Preços, e especialmente salários, respondem vagarosamente a mudanças na oferta e na demanda;
- Mudanças na demanda agregada, sejam elas antecipadas ou não, tem maiores efeitos, no curto prazo, em variáveis reais, tais como produção e emprego e não no preço;

Quanto à estabilização da economia Keynes advogava que o governo deveria diminuir a amplitude dos ciclos econômicos. Basicamente, o governo deveria agir através de políticas anticíclicas. Assim quando a produção estivesse baixa o governo deveria, por exemplo, investir em projetos como construções, o que melhoraria os níveis de emprego. Já quando a economia estivesse muito aquecida o governo deveria aumentar impostos, de modo a controlar a inflação.

Em função do motivo especulativo, a moeda, segundo a visão de Keynes tem uma ineficácia quanto a capacidade de estimular o nível de atividade econômica por meio da chamada armadilha da liquidez.

Importante destacar que após os desdobramentos da revolução keynesiana a teoria macroeconômica converge para a chamada síntese neoclássica, onde a principal obra em destaque de tal escola de pensamento é o conhecido modelo IS-LM.

## 2.3 MONETARISMO

A escola de pensamento conhecida como monetarismo, diferentemente dos clássicos e keynesianos, defende que há um mecanismo de transmissão entre a oferta de moeda e o nível de atividade econômica no curto prazo e determina os níveis de preços no longo prazo. Seu maior representante é Milton Friedman, que em sua obra “Uma História Monetária dos Estados Unidos” escrito com Anna Schwartz, já apontava um diagnóstico diferente para a crise de 1929. Friedman aponta o Sistema de Reservas Federal dos Estados Unidos (FED) como o principal culpado pela crise, devido a ação do FED de diminuir a oferta de moeda na época.

Jahan e Papageorgiou (2014) apontam que o monetarismo se tornou *mainstream* na década de 70, já que em 1979, devido ao choque do petróleo, a inflação nos Estados Unidos chegou a bater na casa dos dois dígitos. Com isso o FED se “converteu” ao Monetarismo e seu presidente na época, Paul A. Volcker, cujo principal objetivo era combater a inflação, decidiu diminuir a oferta de moeda, conforme os ensinamentos de Friedman e foi muito bem-sucedido em sua empreitada. A inflação caiu muito, mas o custo foi uma grande recessão.

Como um contraponto à teoria Keynesiana, o monetarismo faz um resgate de muitas ideias clássicas, como o *Laissez-Faire*, defesa da TQM, liberalismo e não intervenção na economia.

Friedman defendia que a autoridade monetária deveria prover estabilidade, principalmente no que tange a oferta de moeda. Para Friedman (1994) a inflação é um fenômeno de impressora. Ou seja, o governo é seduzido pela maneira fácil que é imprimir dinheiro sem contrapartida, como por exemplo, aumento de impostos, o que

gera inflação. Outro erro cometido pela autoridade monetária seria controlar taxas de juro ao invés da quantidade de moeda, já que assim a moeda tornar-se-ia endógena.

A Teoria Quantitativa da Moeda é a base para muitas das proposições do monetarismo. Jahan e Papageorgiou (2014) apontam como as principais delas:

- Neutralidade da moeda no longo prazo: aumentos no estoque de moeda levariam a aumentos de preço no longo prazo, porém sem efeitos em variáveis reais, como consumo ou produto;
- Não neutralidade da Moeda no curto prazo: aumentos no estoque de moeda aumenta o nível do produto e do emprego no curto prazo devido à salários e preços levarem um certo tempo até se ajustarem;
- Regra do crescimento constante do estoque de moeda: Friedman propunha que os Bancos Centrais deveriam aumentar o estoque de moeda a taxas constantes em conformidade com o crescimento real do PIB, assim o nível de preços seria constante.
- Flexibilidade das taxas de juros: a regra do crescimento da moeda tinha como objetivo permitir as taxas de juros serem flexíveis, permitindo assim que os tomadores de empréstimo, assim como os emprestadores pudessem levar em conta a inflação esperada e as variações nas taxas reais de juros.

Em seu artigo O Papel da Política Monetária (1968), Friedman apontou algumas das funções da política monetária. O que a política monetária pode fazer, segundo Friedman:

1. Prevenir a própria moeda de ser uma fonte maior de distúrbio econômico.
2. Prover estabilidade para a economia. Assim, os agentes confiariam que o nível geral dos preços se comportariam de maneira previsível no futuro, com o cumprimento de uma programação monetária.
3. Contrabalançar perturbações na economia, vindos de outras fontes, tais como, de déficit público.

E como contraponto, o que a política monetária não pode fazer: se comprometer a controlar taxas de juros em mais que períodos bastante limitados e não poderá determinar a taxa de desemprego em mais que períodos bastante



limitados. Sobre a taxa de juros, Friedman argumenta que não adianta fixá-las já que por exemplo, quando as taxas de juros caem isso gera um aumento de demanda que leva a um aumento na renda e nos preços o que leva a uma menor quantidade real de moeda. Assim, a autoridade deve focar em controlar o estoque de moeda.

Já sobre o desemprego, assim como a taxa de juros o governo não consegue determinar qual é a taxa natural<sup>1</sup> devido a sua instabilidade dinâmica. Portanto, o governo não deveria se comprometer com taxas de emprego, já que na tentativa de atingir o pleno emprego o governo tende a gastar mais, sem se preocupar como esses gastos serão financiados. Por consequência, o governo aumenta a quantidade de moeda para financiar seus gastos o que gera inflação, e no longo prazo ainda não conseguem alcançar o pleno emprego.

## 2.4 NOVOS CLÁSSICOS

A escola novo clássica surge na década de 1970, fruto do trabalho de economistas das escolas de Chicago e Minnessota: Thomas Sargent, Neil Wallace, Edward Prescott e principalmente Robert Lucas. (Hoover, 2015)

Os novos clássicos conseguiram destaque devido a teoria Keynesiana falhar em explicar e resolver o problema da estagflação<sup>2</sup> causado pelo choque do petróleo. A crítica de Lucas mostrou as limitações da macroeconomia Keynesiana estimulou toda a comunidade acadêmica a repensar seus modelos macroeconômicos e torná-los mais microfundamentados.

Na teoria econômica os agentes tomam decisões baseados em expectativas, que podem ser racionais ou adaptativas. Na hipótese de expectativas adaptativas, os agentes tomam suas decisões levando em conta o ocorrido no passado. Assim, por exemplo, no caso da inflação, a inflação futura estaria “contaminada” pela expectativa do passado.

Já, como aponta Gontijo (2009), o modelo de expectativas racionais foi extraído da Crítica de Lucas e é a pedra fundamental da escola novo clássica. No modelo de expectativas racionais, os agentes tomam decisões otimizadoras e não

---

<sup>1</sup> Nível de desemprego de uma economia que está no pleno emprego

<sup>2</sup> Fenômeno onde ao mesmo tempo a taxa de inflação está alta e a economia está estagnada.

cometem erros sistemáticos. Assim o aumento dos preços seria explicado pela inflação prevista racionalmente assim como pela taxa esperada de expansão da moeda.

Em sua crítica ao pensamento Keynesiano, os novos clássicos são reticentes a qualquer intervenção macroeconômica, argumentam que essas práticas somente causam distorções além de serem ineficazes. Lucas e Sargent (1978) demonstraram que os modelos keynesianos não ajudavam na formulação de políticas fiscais ou monetárias. Para chegar a tal conclusão, os autores se basearam nas falhas estruturais destes modelos onde faltavam bases teóricas e econométricas já que só se baseavam em dados do passado, sem se preocupar com as expectativas quanto ao futuro.

Snowdon e Vane (2005), apontam as principais linhas do pensamento novo-clássico:

- Utiliza o microfundamento walrasiano de equilíbrio, apresentando uma forte ênfase na teoria neoclássica;
- Os agentes são racionais, logo, as firmas maximizam seus lucros e o trabalho e as famílias maximizam sua utilidade;
- Os agentes não têm ilusão monetária, suas decisões são tomadas levando em conta somente os preços relativos;
- Preços e salários são completamente flexíveis;

Em relação à inflação, os novos clássicos, baseados em expectativas racionais e em seu equilíbrio walrasiano, definem a causa do fenômeno como efeito dos distúrbios monetários.

## 2.5 O PENSAMENTO MACROECONÔMICO E A POLÍTICA MONETÁRIA

Ao longo da evolução do pensamento macroeconômico é dado uma importância relevante ao uso da moeda, ou seja, toda a discussão macro converge para a pergunta: moeda é neutra?

Para os clássicos, a moeda era neutra tanto no longo quanto no curto prazo. Friedman e os monetaristas, defendiam que a moeda era neutra somente no longo prazo. Já Keynes, rejeitou a neutralidade da moeda tanto no curto quanto no longo prazo.

Daí vem a discussão onde monetaristas e os novos clássicos defendem que a Política Monetária deve ter como objetivo o controle do nível de preços. Enquanto que os keynesianos advogam que o objetivo deve ser o pleno emprego.

### 3 REGIMES MONETÁRIOS

Nesta seção faremos um breve apanhado das principais características dos três regimes monetários mais abordados na literatura econômica: o Regime de metas cambiais, metas monetárias e o regime de metas de inflação.

#### 3.1 REGIME DE METAS CAMBIAIS

Segundo Mishkin (1999), a característica definidora principal de um regime de metas cambiais é a necessária presença de algo próximo a uma âncora. A âncora pode ser algum tipo de *commodity*, como ouro ou cobre. Atualmente, o mais usual, é usar como âncora a moeda de um país com inflação reduzida.

Edwards e Savastano (1999) definem 9 sistemas que estão classificados a partir de sua rigidez em relação à taxa de câmbio nominal, do menos rígido para o mais rígido: Flutuação limpa; flutuação suja; banda cambial (*target zone*); banda cambial deslizante (*sliding band*); banda cambial rastejante (*crawling band*); minidesvalorizações (*crawling peg*); câmbio fixo (pode ser ajustável); conselho da moeda (*currency board*); e dolarização plena.

Na flutuação limpa, quem determina a variação cambial é o próprio mercado, através da oferta e demanda de moeda. Não necessita de grandes reservas internacionais, porém, na prática não é usado por nenhum país.

Já na flutuação suja, o mercado influencia, porém, o Banco Central interfere quando quer suavizar a variação cambial. Edwards e Savastano (1999), apontam, que este é o regime usados em várias grandes economias, como Canadá, Austrália, Japão, México e é usado atualmente pelo Brasil.

Na banda cambial, o câmbio flutua, mais ou menos livre em um intervalo. O centro deste intervalo é fixo, geralmente é atrelado a uma outra moeda ou uma cesta de bens. Neste regime existe a vantagem de se ter uma certa flexibilidade com alguma credibilidade, porém, é um sistema suscetível a ataques especulativos.

A banda cambial deslizante, consiste da situação onde as autoridades não se comprometem com uma paridade central indefinidamente, ao invés disso, tanto o

centro quanto o intervalo da banda são mudados sem serem anunciados. É uma adaptação do sistema de bandas cambiais para economias que sofrem com problema de altas taxas de inflação.

No sistema de banda cambial rastejante, a paridade central “rasteja” ao longo do tempo. Geralmente, são usadas duas regras para determinar a velocidade desse “rastejo”, a de *backward looking* que se baseia na inflação passada e a de *forward looking* onde é levado em conta as expectativas de inflação.

Nas minidesvalorizações, reajusta-se a taxa de câmbio nominal tendo como baliza algum indicador. Geralmente é usada a inflação passado e só é permitido flutuar em uma margem bem apertada (geralmente dois pontos percentuais). O objetivo é manter a competitividade do país.

No câmbio fixo, a relação entre a moeda doméstica e a âncora não se modifica por tempo indefinido. Já no modelo de câmbio fixo ajustável, a paridade pode ser alterada, a origem desse sistema foi o acordo de Bretton Woods.

O conselho da moeda é uma instituição que tem o poder legal, e até constitucional, de fazer a conversão de moeda e tem como dever manter a paridade de conversão. As autoridades só podem emitir moeda se tiverem a quantia correspondente de moeda estrangeira em reserva. Apesar de ser um sistema sólido e que garante credibilidade tem a desvantagem de ser totalmente inflexível. Foi usado na Argentina entre 1991 e 2002.

Dolarização Plena é o caso onde um país abdica totalmente e sua moeda em favor a de outro país. A credibilidade é máxima, mas além de ser um sistema sem flexibilidade o Banco Central perde seu papel de emprestador de última instância. Este sistema não foi muito usado ao longo da história, um regime parecido com esse funciona até hoje relativamente bem no Panamá.

Canuto e Holland (2002), apontam que no fim do século XX os regimes de ancoras cambiais foram muito usados, principalmente por países em desenvolvimento, para controlar a inflação. Normalmente, utiliza-se a moeda de um país com uma grande economia e com baixa inflação. Assim, os países em desenvolvimento poderiam se aproveitar da credibilidade da economia estrangeira e baixar a sua própria inflação. Outra vantagem é a relativa facilidade de compreensão dos agentes econômicos. A grande desvantagem é a perda de flexibilidade e de autonomia quanto a política monetária.

### 3.2 REGIME DE METAS MONETÁRIAS

Nos Regimes de Metas Monetárias, geralmente, a autoridade monetária define como meta que a expansão da base monetária, ou dos meios de pagamento, seja igual a taxa de crescimento do PIB. Mishkin (2000) define três características essenciais de um Regime de Metas Monetárias:

- 1) A confiança na informação passada por um agregado econômico de conduzir a economia;
- 2) Anúncios de metas para os agregados monetários;
- 3) algum mecanismo de responsabilização para que as autoridades não se desviem sistematicamente das metas.

O Regime de Metas Monetárias é baseado no monetarismo tipo I, o maior defensor deste regime Monetário é Milton Friedman. Modenesi (2005, p. 54) aponta como pontos principais do monetarismo tipo I a taxa natural de desemprego e a hipótese que os agentes econômicos formam expectativas adaptativas (*backward looking*), o que deu origem a curva de Phillips versão Friedman-Phelps ou curva de Phillips aceleracionista. A combinação destas duas hipóteses foi o que levou a assunção que, no longo prazo, mudanças no estoque de moeda não tem efeito sobre variáveis reais da economia.

Durante a década de 70, o Regime de Metas Monetárias foi usado por vários países, entre eles: Alemanha, Canadá, Estados Unidos, Reino Unido e a Suíça. Porém, foram implementados de formas totalmente diferentes da sugestão de Milton Friedman de uma regra de taxa constante de crescimento da oferta de moeda. (Mishkin, 2000)

Canuto (1999) aponta como principais vantagens a possibilidade de revisão e ajustes na política macroeconômica diante de choques ou outras questões domésticas e uma medida de unidade de desempenho para a política macroeconômica, mais transparente. Já que seria mais fácil montar um *benchmark* para o sucesso das políticas.

Mishkin (1999, p. 13), argumenta que essas vantagens dependem de duas condições pré-existent:

- Que haja relações estáveis e confiáveis entre as variáveis alvo da política e os instrumentos monetários sobre os quais estabelecer metas;
- Os agregados monetários que são alvos das metas possam ser controlados pelas autoridades monetárias.

Já como desvantagem podemos apontar que, para funcionar, a velocidade de circulação da moeda deve ser estável e o Banco Central deve ser capaz de controlar os agregados monetários, mas na prática ele só consegue controlar bem os agregados mais restritos, como o M1 (moeda em poder do público (papel-moeda e moeda metálica) somados aos depósitos à vista nos bancos comerciais)

No geral, a experiência com metas monetárias restritas durante a década de 70, foi um fracasso. Além da dificuldade de controlar os agregados monetários, são apontadas como causa da falha as inovações financeiras e a volatilidade das posições financeiras dos agentes. (Canuto, 1999, p. 20)

### 3.3 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Atualmente o Regime de Metas de Inflação, doravante RMI, é usado por quase 30 países (FMI, 2010). Tem como base teórica a teoria ortodoxa da neutralidade da moeda. O objetivo central deste regime é a estabilidade de preços (Oreiro e Neves, 2008). O papel das expectativas é componente chave para que sejam atingidas as metas, por isso a credibilidade das autoridades é tão importante neste sistema.

Como aponta Bernanke *et al.* (1999, p.10) a política monetária possui vários objetivos: crescimento econômico, baixo desemprego, estabilidade financeira, etc. porém, a estabilidade do nível de preços é o grande objetivo no longo prazo. E a escolha de ter essa variável como fato tem como que a maioria dos macroeconomistas concorda com o princípio que prega que no longo prazo a única variável onde a política monetária influi é nas taxas de inflação. Além, disso é inflação alta tem uma faceta perversa de ser extremamente prejudicial justamente a parcela da população mais pobre, já que estas pessoas são justamente as que não conseguem se defender dos aumentos de preços.

Bernanke e Mishkin (1997) argumentam que o regime de metas não pode ser definido com um conjunto de regras rígidas de política monetária, mas sim uma ferramenta uma ferramenta de política econômica que aumenta a transparência, comunicação e a coerência da política monetária.

O combate à inflação propriamente dito é feito através da autoridade monetária tentando “moldar” as expectativas de inflação. Para isso, geralmente é usado a manipulação das taxas de juro nominais pelo Banco Central. Quando os agentes formam expectativas que a inflação irá subir o Bacen sobe as taxas de juros. Assim, com as taxas nominais de juros mais altas, os agentes são incentivados a manter sua riqueza na forma de ativos ao invés de moeda, a poupança é estimulada. Por outro lado, a demanda por crédito é arrefecida, já que o dinheiro fica mais custoso. Logo, no geral, teremos menos moeda circulando na economia. Isso leva a uma menor demanda por bens e serviços, o que combate o avanço da inflação.

Para que o público leve a sério essa intervenção das autoridades monetárias é preciso que elas tenham credibilidade. Por isso, uma vez anunciadas a meta e suas bandas de flutuação. As autoridades devem persegui-las a todo custo e sinalizar ao público que tem como alvo o centro da meta e não o topo delas, por exemplo.

Cada país tem sua particularidade quanto à meta e suas bandas, assim, por exemplo, a meta da Austrália não pode ser usada para o Brasil. Por consequência, cada país deve calcular a meta e quantos pontos percentuais, acima ou abaixo da meta, ela pode flutuar. A meta deve ser factível, se for alta demais ou irrealisticamente baixa os agentes deixarão de levar o sistema a sério e com isso as expectativas ficarão desancoradas.

De modo a ganhar credibilidade e ter transparência, as autoridades devem definir como a inflação deve ser medida. Geralmente, os Bancos Centrais preferem usar uma versão do índice ao consumidor, geralmente a versão usada expurga alimentos e outros preços muito suscetíveis a choques, assim o foco passa a ser o núcleo de inflação (*core inflation*). Países em desenvolvimento, onde geralmente as taxas de inflação sempre foram mais altas, tendem a usar índices cheios de modo a ganharem mais credibilidade.

Quanto à transparência; é fundamental a comunicação por parte do Banco Central, de modo a facilitar o entendimento do público em geral. Freedman e Laxton (2009) defendem que é de suma importância os anúncios do BACEN, tanto diretos quanto através dos canais de mídia. A justificativa é que haverá momentos onde a



autoridade será levada a tomar decisões impopulares. Como, por exemplo, esfriar a economia para que a mesma não superaqueça. Assim, é importante explicitar para o público o que a política monetária pode fazer e demonstrar que o papel do Banco Central é o controle da inflação, e somente com esta variável controlada é possível conseguir um crescimento controlado e sustentável.

Outro pilar importante do regime de metas é o horizonte temporal que será contabilizado. Alguns países levam em conta o ano fiscal, enquanto outros usam uma janela deslizante de 12 meses. Na Austrália não existe horizonte fixo, mas na média, as metas devem ser alcançadas ao longo do tempo. Essa questão é importante para que a população saiba exatamente o que, e quando, deve cobrar das autoridades monetárias.

Mesmo com todos esses mecanismos a inflação pode ficar fora da meta. Geralmente, tais acontecimentos são justificados por choques que atingem o país. Por exemplo, um choque na oferta de alguma *commodity* que seja muito intenso e inesperado e caso o preço dessa *commodity* tenha muito peso nos índices de inflação do país podem levar a inflação para fora da meta. Tal acontecimento justificaria uma mudança na meta de inflação. E se o banco Central conseguir explicar ao público essa mudança, sua credibilidade não será afetada.

### 3.3.1. Regime de metas no Brasil

Durante décadas a inflação foi uma doença crônica que assolou a economia brasileira, especialmente durante a década de 1980 e início da década de 1990. Muitos planos econômicos (Plano Cruzado, Plano Bresser, Plano Verão, Plano Collor) foram postos em prática na esperança de domar a inflação. O país era um verdadeiro laboratório onde eram testadas as mais diversas fórmulas.

Mas foi o plano real, implementado durante o mandato do presidente Itamar Franco, que conseguiu trazer a inflação brasileira a níveis civilizados. Para combater a inflação primeiro foi criada uma moeda virtual fortemente atrelada ao dólar, depois de 1994 a março de 1995 foram usadas metas monetárias. Então, de 1995 a 1999 foi usada a âncora cambial.

Arestis *et al.* (2009) aponta que o processo de estabilização brasileiro foi muito parecido com o de outros países da América Latina. Foram usados algum tipo de

âncora nominal (geralmente o dólar), reformas institucionais e estruturais, além de um processo de abertura, liberalizando as contas comercial e de capitais do balanço de pagamentos. Apesar de tais políticas terem sido bem-sucedidas no combate à inflação, a valorização cambial levou a sucessivos problemas no balanço de pagamentos. Para resolver tal problema as autoridades monetárias optaram por aumentar as taxas de juros, o que por consequência, aumentava a dívida interna levantava dúvidas a respeito da capacidade de solvência destes países. O que os deixava suscetíveis a ataques especulativos, como os sofridos pelo México (1994-1995), Brasil (1998-1999 e 2002) e a Argentina (2001-2002).

Estes ataques especulativos fazem com que investidores estrangeiros abandonem o país. Para atrair capital estrangeiro, o Bacen foi obrigado a aumentar taxas de juros. Modenesi (2005) aponta que, devido à crise mexicana de 1994, a taxa teve de ser elevada de 56,4% a.a. para 65% a.a em 1995. Em meio à crise asiática, em outubro de 1997 a taxa foi elevada de 20,02% a.a. para 43,3% já em novembro. Na crise da Rússia de 1998, os juros foram elevados de 19,23%a.a. para 41,58%a.a.

Apesar dessas altas taxas de juros o capital continuava fugindo do país. Com o objetivo de evitar um colapso cambial, o Brasil se viu obrigado a pedir um empréstimo ao Fundo Monetário Internacional (FMI). Na tabela abaixo poderemos ver o efeito destas crises tanto no câmbio quanto nas reservas da nação.

TABELA 1 - RESERVAS INTERNACIONAIS E TAXA DE CÂMBIO (1994-1999).

| Período | Reservas Internacionais (US\$ Milhões) | Taxa de Câmbio (R\$/ US\$) |
|---------|--|----------------------------|
| 1994    | 38.806,00                              | 0,85                       |
| 1995    | 51.840,00                              | 0,97                       |
| 1996    | 60.110,00                              | 1,04                       |
| 1997    | 52.173,00                              | 1,12                       |
| 1998    | 44.556,44                              | 1,21                       |
| 1999    | 36.342,28                              | 1,79                       |

FONTE: IPEADATA.

Bogdansky, Tombini & Verlang (2000) mostram que inicialmente o governo até teve um certo sucesso implementando o pacote fiscal, mas àquela altura a confiança do mercado já havia se esvaído. Atrelado a este fato, em 1999 junto com a pressão dos governadores recém-eleitos o Brasil se viu obrigado a abandonar o regime de *crawling peg* e tentar uma desvalorização controlada do real, e ao falhar o governo se viu forçado deixar o dólar flutuar livremente.

Os meses que se seguiram foram turbulentos, em janeiro de 1999 um dólar valia R\$1,50 em fevereiro já estava R\$1,91. A inflação começou a crescer em um mês acumulou 1,4% no índice de preços ao consumidor. Os analistas já começavam a prever severa erosão nos pilares macroeconômicos. Estava escancarado que seria necessária uma nova âncora nominal. Então no dia primeiro de julho de 1999 a partir do decreto presidencial n. 3088 e da resolução n. 2615 do Conselho Monetário Nacional (CMN), que tratava da definição do índice de preços de referência e das metas para a inflação para 1999 e para os dois anos subsequentes, foi formalmente instituído o RMI no Brasil. (Banco Central do Brasil, 2015)

No regime de metas praticado no Brasil, a meta é definida pelo CMN, que é constituído pelo Ministro de Estado da Fazenda (Presidente), pelo Ministro de Estado do Planejamento e Orçamento e pelo Presidente do Banco Central do Brasil (Bacen). Os serviços de secretaria do CMN são exercidos pelo Bacen. Também cabe ao CMN definir o intervalo de tolerância onde a inflação pode flutuar. Desde 2006 o intervalo tem sido de 2 pontos percentuais ao ano para mais ou para menos. Na tabela 2, abaixo, poderemos ver o histórico das metas de inflação brasileira.

TABELA 2 - HISTÓRICO DE METAS PARA A INFLAÇÃO NO BRASIL

| Ano   | Meta (%) | Banda (p.p.) | Limites (%) | IPCA (%) |
|-------|----------|--------------|-------------|----------|
| 1999  | 8        | 2            | 6-10        | 8,94     |
| 2000  | 6        | 2            | 4-8         | 5,97     |
| 2001  | 4        | 2            | 2-10        | 7,67     |
| 2002  | 3,5      | 2            | 1,5-5,5     | 12,53    |
| 2003* | 4        | 2,5          | 1,5-6,5     | 9,3      |
| 2004* | 5,5      | 2,5          | 3-8         | 7,6      |
| 2005  | 4,5      | 2,5          | 2-7         | 5,69     |
| 2006  | 4,5      | 2            | 2,5-6,5     | 3,14     |
| 2007  | 4,5      | 2            | 2,5-6,5     | 4,46     |
| 2008  | 4,5      | 2            | 2,5-6,5     | 5,9      |
| 2009  | 4,5      | 2            | 2,5-6,5     | 4,31     |
| 2010  | 4,5      | 2            | 2,5-6,5     | 5,91     |
| 2011  | 4,5      | 2            | 2,5-6,5     | 6,5      |
| 2012  | 4,5      | 2            | 2,5-6,5     | 5,84     |
| 2013  | 4,5      | 2            | 2,5-6,5     | 5,91     |
| 2014  | 4,5      | 2            | 2,5-6,5     | 6,41     |
| 2015  | 4,5      | 2            | 2,5-6,5     |          |
| 2016  | 4,5      | 2            | 2,5-6,5     |          |
| 2017  | 4,5      | 1,5          | 3,0-6,0     |          |

\*A Carta Aberta, de 21/1/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.

Fonte: Banco Central do Brasil, 2015

No Brasil, o índice escolhido para a aferição da inflação foi o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). É normal a escolha de um índice de preços ao consumidor nos regimes de metas para a inflação, pois é a medida mais adequada para avaliar a evolução do poder aquisitivo da população. O IPCA foi escolhido por ser, dentre os dois índices com cobertura nacional (o outro é o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), o que tem maior alcance: enquanto o INPC mede a inflação para domicílios com renda entre 1 e 5 salários-mínimos, o IPCA inclui domicílios com renda entre 1 e 40 salários-mínimos. (BACEN, 2015)

O principal instrumento utilizado pelo Bacen no controle da política monetária é a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic). Taxa esta que é definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom). Quando a meta não é atingida, seja para cima ou para baixo. O Presidente do Banco Central do Brasil deverá enviar carta aberta ao Ministro da Fazenda explicando os motivos bem como as ações que serão tomadas para que a inflação volte a convergir com a meta.

Como é possível ver na tabela 2, o Presidente do Bacen enviou carta aberta ao ministro da Fazenda relativa ao ano de 2003. E depois de mais de 10 anos essa situação vai se repetir em 2016, já que o IBGE divulgou que o IPCA acumulado em setembro de 2015 já se encontra em 7,65%. O boletim FOCUS de 30 de outubro de 2015 aponta que os agentes já têm expectativa de inflação de 9,91% para 2015 e 6,29% para 2016.

#### 4. LEI DE RESPONSABILIDADE FISCAL (LRF)

No fim dos anos 90 e início dos anos 2000, o Brasil e o mundo enfrentavam diversas crises. No Brasil os episódios dos precatórios, principalmente, em Santa Catarina, Alagoas, Pernambuco e São Paulo e a crise da Máfia dos fiscais na prefeitura de São Paulo escancararam a irresponsabilidade fiscal que já estava enraizada no país. Já no exterior, ocorreram a crise o México (1995), a crise da Ásia (1995) e a da Rússia (1998).

Esse contexto de crises externas e internas combinado com a crise cambial de 1999 que levou à implementação do RMI forçou o país a tomar medidas drásticas quanto a gestão fiscal e orçamentária dos entes da federação.

Assim, em 4 de maio do ano de 2000 passou a vigorar a lei complementar 101/2000. Tal lei tem como objetivo regulamentar a Constituição, na parte da Tributação e do Orçamento (Título VI), que em seu capítulo II visa normatizar as regras gerais de finanças públicas que deverão ser observadas nos três níveis de governo: Federal, Estadual e Municipal.

Especificamente, a LRF tem por objetivo atender o artigo 163 da Constituição Federal (CF) de 1988, que diz o seguinte:

“Lei complementar disporá sobre:

I - Finanças públicas;

II - dívida pública externa e interna, incluída a das autarquias, fundações e demais entidades controladas pelo poder público;

III - concessão de garantias pelas entidades públicas;

IV - emissão e resgate de títulos da dívida pública;

V - fiscalização das instituições financeiras;

VI - operações de câmbio realizadas por órgãos e entidades da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios; VII - compatibilização das funções das instituições oficiais de crédito da União, resguardadas as características e condições operacionais plenas das voltadas ao desenvolvimento regional. ”

#### 4.1 ORIGENS E EXPERIÊNCIAS ANTERIORES

A LRF brasileira incorpora diversos conceitos, normas e princípios utilizados na gestão de finanças públicas de diversos países. Os principais deles são:

- O Fundo Monetário Intencional (FMI), do qual o Brasil é membro, difundiu e editou algumas das normas de gestão pública utilizadas por vários países;
- O *Fiscal Responsibility Act* neozelandês, de 1994;
- O Tratado de Maastricht, da Comunidade Europeia;
- As normas de disciplina e controle fiscal que levaram ao *Budget Enforcement Act*, e o conceito de *accountability*. Ambos dos Estados Unidos

Esses exemplos acima foram usados como referência na confecção da lei brasileira de responsabilidade fiscal, mas não foram os únicos parâmetros utilizados. Assim, a LRF brasileira acaba tendo particularidades.

#### 4.2 FUNDAMENTOS DA LRF

Giuberti (2005, p.21) aponta que a LRF está fundamentada nas leis orçamentárias já vigentes: Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) e a Lei e Orçamento Anual (LOA). O diferencial é que, com a LRF essas normas de elaboração orçamental foram impostas aos Estados, Distrito Federal e Municípios. Então, ficou obrigado a inclusão de um Anexo de Metas Fiscais na LDO, onde deverão constar previsões de gastos e receitas, assim como os resultados nominal, primário e a quantia da dívida pública na vigência da LDO e de dois anos subsequentes. Além disso, a LDO deverá conter um anexo de riscos fiscais onde são avaliados fatos que podem vir a impactar a os resultados fiscais para o exercício. Já quanto à LOA, nela deverá constar um demonstrativo que comprove a compatibilidade do orçamento com as metas previstas no Anexo de Metas Fiscais da LDO; além de uma previsão de uma reserva de

contingência. Tais medidas têm como objetivo dar maior transparência no processo de elaboração orçamentária.

Na questão dos gastos públicos, o maior impacto que a LRF teve foi o limite de gastos com pessoal e endividamento público. No âmbito federal, o limite máximo de gastos com pessoal ficou fixado em no máximo 50% da Receita Corrente Líquida (RCL). Já para estados e municípios o teto é de 60%. Em casos onde a despesa total exceda 95% destes limites a LRF proíbe movimentações de pessoal que tragam ônus pecuniário.

No caso onde a arrecadação fica aquém do previsto, o agente público não pode fazer empenhos para cumprir a meta fiscal, com exceção das despesas obrigatórias.

Além de todos estes dispositivos, a LRF introduziu um que viria ser o mais importante, ficando conhecido como a “regra de ouro”. Basicamente, esta regra proíbe os agentes públicos de financiar despesas correntes através de empréstimos. Assim, despesas contínuas, como por exemplo, salários dos servidores deverão ser pagar com receitas contínuas. Com isso às operações de crédito deverão ser feitos visando somente as despesas de capital. O objetivo desta regra é que as operações de crédito sejam apenas com fins de aumentar o patrimônio do Estado, como acontece com as obras públicas.

#### 4.3 TRANSPARÊNCIA E *ACCOUNTABILITY*

Campos (1990), aponta que o termo *accountability* não tem uma tradução direta para o português. Então, ele a conceitua usando a terminologia de Frederick Mosher que assim define: “obrigação de responder por algo”; ou ainda, de forma indireta: “quem falha no cumprimento de diretrizes legítimas é considerado irresponsável e está sujeito a penalidades”.

O'Donnell (1991), argumenta que existem dois tipos de *accountability*: vertical e horizontal. A vertical seria aquela feita pelos eleitores que efetivamente elegeram o agente público, já a horizontal é a feita por instituições autônomas com poderes de responsabilizar e punir o agente em caso de faltas.

E é justamente esta *accountability* horizontal que é instituída com a LRF. Onde o policiamento efetivo será exercido pelo Poder Legislativo em conjunto com os

Tribunais de Contas pelo sistema de controle interno de cada Poder e pelo Ministério Público. Quanto à dimensão vertical, o artigo 48 da LRF versa o seguinte: “incentiva a participação popular e realização de audiências públicas durante os Processos de elaboração e discussão dos planos, lei de diretrizes orçamentárias e da lei orçamentária anual, e determinando que tais instrumentos serão objetos de ampla divulgação, inclusive em meios eletrônicos de acesso público”.

No que tange a transparência, a LRF determinou a divulgação em meios de comunicação, inclusive na *internet* de relatórios com todas as despesas e receitas. Um exemplo é a introdução dos portais da transparência onde é possível ver praticamente todos os gastos governamentais, entre outros: salários de servidores, diárias e valores de licitações. Para a LRF, são considerados instrumentos de transparência os planos, orçamentos e a Lei de diretrizes orçamentárias, as prestações de contas e o respectivo parecer prévio dos órgãos de controle externo, os relatórios de gestão fiscal e sua versão simplificada e os relatórios resumidos da execução orçamentária e sua versão simplificada.



## 5 O PAPEL DAS EXPECTATIVAS NA FORMAÇÃO DA TAXA DE INFLAÇÃO

Como discutido no capítulo 1, é amplamente aceito na teoria econômica que as expectativas têm um grande peso na formação inflacionaria. Por isso é importante que o Banco Central tenha uma boa reputação e credibilidade para que consiga ancorar as expectativas dos agentes em torno da meta definida como alvo. O capítulo 1 apresentou as teorias macroeconômicas na tentativa de elucidar a importância da política monetária e seus instrumentos como determinantes do nível de atividade econômica.

Antes da Crítica de Lucas os modelos macroeconômicos eram baseados na hipótese das expectativas adaptativas. Atualmente a maior parte dos modelos é fundamentado pela hipótese das expectativas racionais.

### 5.1 EXPECTATIVAS ADAPTATIVAS

A hipótese das expectativas adaptativas é baseada na ideia que os agentes formam suas expectativas de acordo com o passado, uma visão *backward looking*. Assim, tomando por exemplo a inflação, os agentes seriam levados a acreditar que a inflação deste ano seria igual à do ano passado acrescida de um erro. Já se a inflação for mais alta o que o esperado em relação ao passado os agentes irão revisar suas expectativas

### 5.2 EXPECTATIVAS RACIONAIS

John F. Muth, da Universidade de Indiana, é considerado o pai a hipótese as expectativas racionais. Foi ele quem primeiro propôs esta hipótese no início dos anos 60 em seu paper "Rational Expectations and the Theory of Price Movements. " A ideia só veio a se tornar realmente famosa após Robert E. Lucas tê-la usado em seus trabalhos.

A proposta é que os agentes fazem uso de todas as informações disponíveis de modo a tomar a melhor decisão possível. As expectativas racionais são baseadas em fatores reais, os agentes são maximizadores constantes, assim, estão em constante equilíbrio e não cometem erros sistemáticos.

As expectativas racionais são a pedra fundamental da teoria dos mercados eficientes. Nesta teoria o preço de um ativo está sempre correto já que ele reflete toda a informação disponível a respeito do assunto. Deixando assim o preço sempre em equilíbrio.

### 5.3 O CASO BRASILEIRO

Minella e Souza Sobrinho (2009) demonstram que a política monetária no Brasil atua basicamente por quatro canais em seu caminho até os preços para combater a inflação. Através da taxa Selic são influenciados: o crédito das famílias, a taxa de câmbio, o crédito das empresas e as expectativas.

O crédito das famílias é influenciado da seguinte maneira: o Copom sobe a taxa Selic, com isso, o crédito se torna mais caro, o que arrefece o consumo das famílias, diminuindo assim a demanda por bens e serviços o que afeta a inflação.

Na taxa de câmbio uma elevação da Selic tem o seguinte efeito: ela aprecia o câmbio, o que por sua vez deixa produtos importados mais baratos, logo, ficam mais atrativos ao consumidor. Isso traz competição de empresas estrangeiras, que aumenta a competição e reduz preços.

Um aumento da taxa básica no crédito das empresas faz com que muitos projetos não se tornem realidade. Usualmente toma-se como referência para a Taxa Mínima de Atratividade (TMA) de um projeto a Selic, assim quando ela aumenta muitos projetos se tornam inviáveis.

Quanto às expectativas, os agentes devem acreditar que o banco Central irá tomar as medidas necessárias no combate à inflação. Assim, quando a expectativa de inflação aumentasse o Bacen deveria aumentar a taxa de juros. O que sinalizaria para o mercado que o Banco Central está comprometido com o combate à inflação o que ancoraria as expectativas e às levariam de encontro à meta.

No *paper* de Minella e Souza Sobrinho foi estimado que os dois canais mais eficientes são a taxa básica no crédito das empresas e as expectativas. E esses são justamente os dois canais que estão mais fragilizados atualmente no Brasil. O crédito às empresas é praticamente insensível ao aumento da Selic, já que grande parte desses empréstimos é feito via Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) usando a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) que em alguns casos chega a ser menor que a inflação. Quanto às expectativas, podemos ver no gráfico 01 abaixo, que o Banco Central não vem dando a devida atenção a este parâmetro.

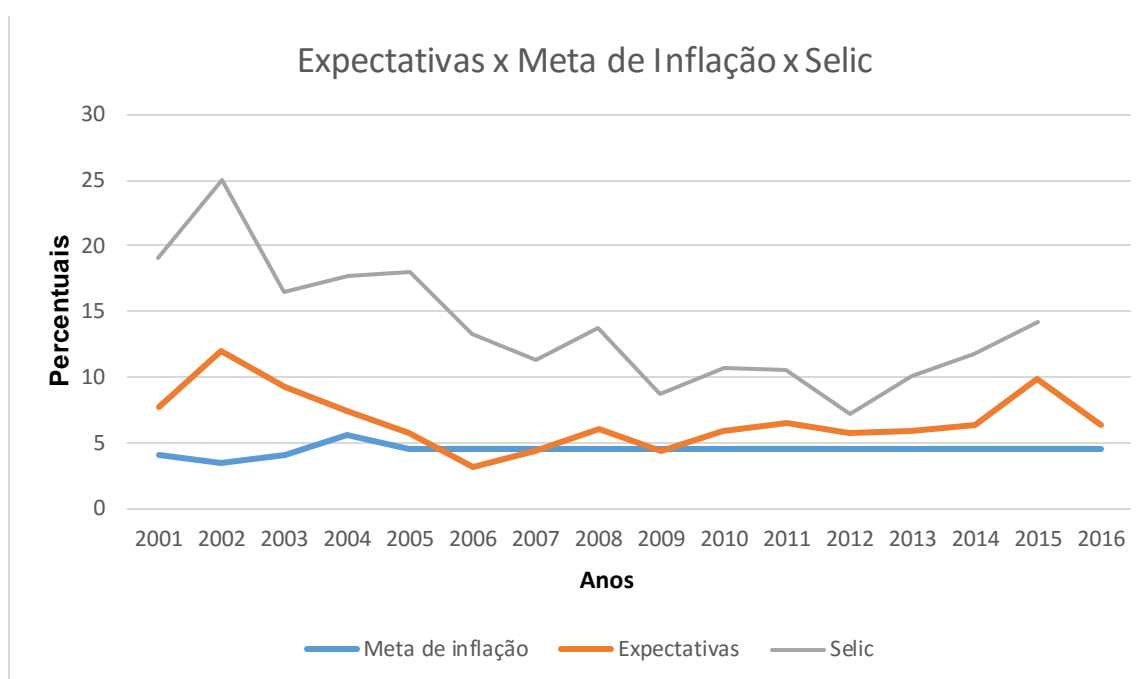


GRÁFICO 1 – EXPECTATIVAS DA INFLAÇÃO X CENTRO DA META DE INFLAÇÃO X SELIC  
Fonte: Banco Central do Brasil, Relatório Focus.

Podemos ver que desde 2009 as expectativas de inflação estão acima do centro da meta. O que indica que a atuação do Banco Central está aquém do que os agentes esperam dele. Parece ser necessário que o Bacen demonstre mais comprometimento com o controle da inflação. Obviamente, muito do descontrole das expectativas dos agentes nos anos recentes vem de decisões questionáveis do Poder Executivo, ficando assim fora do controle do Banco Central.

## 6 ANÁLISE DAS PERSPECTIVAS DE FUTURO DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Nesta seção iremos apontar alguns dos motivos pelo qual o Regime de metas parece ser o regime monetário mais adequado para o Brasil e outros países. Além disso, vamos ver alguns dos motivos responsáveis pela persistência da inflação brasileira estar a tano tempo rondando o teto da meta e vai efetivamente estourar o limite em 2015.

### 6.1 MOTIVOS DA PERSISTÊNCIA DA INFLAÇÃO BRASILEIRA FORA DO CENTRO DA META

Nos últimos meses, em consequência da grave crise econômica e política que assola o país, o RMI vem sendo severamente criticado em várias frentes. Seja com o artigo de Mônica de Bolle “Brazil Needs to Abandon Inflation Targeting and Yield to Fiscal Dominance” ou como, por exemplo, o artigo de José Luís Oreiro para a Revista Valor Econômico “Metas Reais para a Política Macroeconômica”.

Mas o grande problema do RMI no Brasil não é o regime em si, mas sim o mau uso que vem sendo feito dele pelas autoridades. Curado e Curado (2014) demonstram como o Banco Central desde o início da gestão Tombini (último trimestre de 2011) passa a ser mais leniente com a inflação. Mesmo com as expectativas de inflação persistentemente acima do centro da meta o Bacen persistia em baixar as taxas de juros até chegar ao mínimo histórico de 7,25% a.a em 11/10/2012 persistindo neste valor até 17/04/2013<sup>3</sup>. O gráfico 02 ilustra bem este período.

---

<sup>3</sup> Bacen – Histórico das taxas de juros.



GRÁFICO 2 – TAXA SELIC E EXPECTATIVA DE INFLAÇÃO

Fonte: Banco Central do Brasil

Curado e Curado, concluem o estudo demonstrado que no período estudado, primeiro trimestre de 2011 até o segundo trimestre de 2013, o Bacen veio progressivamente dando mais importância ao hiato do produto em detrimento da inflação e que a meta efetiva da autoridade monetária era efetivamente o limite da meta (6,5%a.a.) e não mais o centro (4,5%a.a.).

O gráfico 3 mostra como o parâmetro de aversão a desvios de produto cresceu consideravelmente. Porém, em um regime como o usado no Brasil, o Banco Central deveria mirar somente a meta de inflação, assim o peso do parâmetro de aversão a desvios de produto deveria ser próximo de zero.

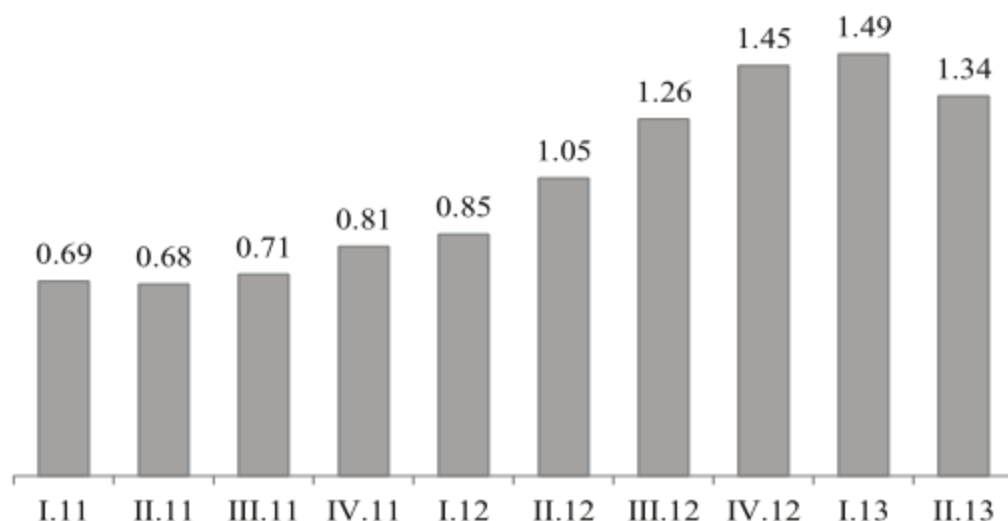


GRÁFICO 3 – EVOLUÇÃO DO PARÂMETRO DE AVERSÃO A DESVIOS DO PRODUTO

Fonte: Curado & Curado, 2014

Este cenário de Banco Central leniente com inflação e demonstrando estar mais preocupado com crescimento do produto do que com sua atividade fim levou à erosão das expectativas inflacionárias. Mesmo com a volta da elevação da taxa básica em 2013 o Bacen não foi capaz de colocar as expectativas novamente no centro da meta. Veremos na tabela abaixo o quanto as expectativas acerca da inflação somente pioraram ao longo do ano.

TABELA 3 – EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO (IPCA) ANOS DE 2015 E 2016

| Ano       | 2015 | 2016 |
|-----------|------|------|
| Janeiro   | 7,01 | 5,60 |
| Fevereiro | 7,47 | 5,50 |
| Março     | 8,13 | 5,60 |
| Abril     | 8,26 | 5,60 |
| Maio      | 8,39 | 5,50 |
| Junho     | 9,00 | 5,50 |
| Julho     | 9,25 | 5,40 |
| Agosto    | 9,28 | 5,51 |
| Setembro  | 9,46 | 5,87 |
| Outubro   | 9,91 | 6,29 |
| Novembro  | 9,99 | 6,47 |

Fonte: Boletim Focus - Banco Central do Brasil

Como podemos ver, no boletim de 30 de janeiro de 2015, a taxa esperada de inflação era de 7,01% enquanto que no boletim de 06 de novembro de 2015 já estava em 9,99%, uma piora de quase 3 pontos percentuais. O pior é que enquanto as expectativas quanto ao ano de 2016, apesar de não estarem no centro da meta,

permaneciam estáveis até julho. A partir deste mês também começam a piorar e o mercado já começa a apostar que em 2016 novamente a inflação vai ficar fora do limite de tolerância.

Vimos anteriormente que o Banco Central perdeu outro canal de transmissão da política monetária, o crédito público. O Banco Central não consegue controlar a demanda destas empresas já que as taxas de juros praticadas para essas empresas não têm dependência nenhuma da Selic. Vamos ver no gráfico abaixo a evolução dos desembolsos do BNDES.

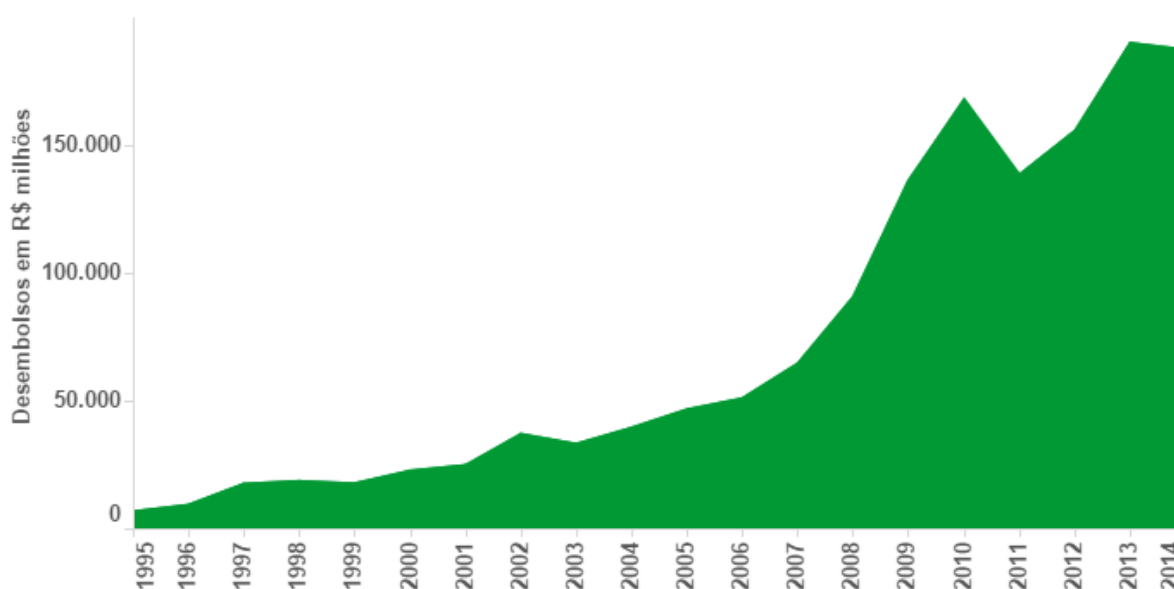


GRÁFICO 4 – EVOLUÇÃO DOS DESEMBOLSOS DO BNDES EM MILHÕES DE REAIS.  
Fonte: BNDES

Em 2014 o desembolso do BNDES beirou os 190 bilhões de reais, quantidade de crédito na qual o Bacen não tem nenhum controle, já que a maioria desses aportes é pago baseado na TJLP. Esta taxa é calculada da seguinte forma: meta de inflação calculada *pro rata* para os doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência da taxa, inclusive, baseada nas metas anuais fixadas pelo Conselho Monetário Nacional; prêmio de risco (BNDES, 2015). Como consta no *site* do BNDES a TJLP estará fixada em 7%a.a. no período entre outubro a dezembro de 2015.

Essa expansão de volume do crédito fez com que os empréstimos feitos por bancos públicos empatassem com a quantia de crédito ofertado por bancos privados em 2013, conforme aponta Mansueto Almeida (2013). Em agosto de 2015, conforme

reportagem da revista Valor Econômico, os bancos públicos já ofertavam 55% do crédito do país. O que só enfraquece este canal de transmissão da política monetária.

Outro elemento fundamental do regime de metas que está sendo violentamente vilipendiado é a LRF. Segundo Armínio Fraga (2009), sem a LRF o Regime de Metas não teria sobrevivido até hoje, já que não existe regime monetário sem responsabilidade fiscal.

Um caso flagrante de desrespeito à LRF foi o orçamento para o ano de 2016, conforme o próprio site da câmara dos deputados<sup>4</sup>. O orçamento enviado ao congresso previa um déficit orçamentário de 30,5 bilhões de reais<sup>5</sup>. E conforme preconiza a LRF, não pode haver despesa sem previsão de receita. E não é tarefa do congresso equilibrar o orçamento.

Manobras como essa forçam as agências de *rating* a rebaixar a nota do Brasil. Isso levará a fuga de capitais, já que existem fundos de investimentos que são obrigados por lei a só investirem em títulos de países que tenham grau de investimento. Essa fuga de capitais implicará em desvalorização cambial e maior prêmio de risco, o que aumenta as expectativas de inflação e as taxas de juros.

## 6.2 EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

Conforme relatório do FMI, hoje o RMI é usado por 28 países. É adotado tanto por países desenvolvidos quanto por economias em desenvolvimento e nos 5 continentes. Veremos na tabela 4 que países são esses e como o RMI está se saindo.

TABELA 4 – PAÍSES QUE ADOTAM RMI, DATA DE ADOÇÃO E RESULTADOS

| País          | Data de adoção do RMI | Inflação na data de implantação | Inflação ao fim do ano de 2010 | Meta de inflação no ano de 2010 |
|---------------|-----------------------|---------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
| Nova Zelândia | 1990                  | 3.30                            | 4.03                           | 1 - 3                           |
| Canadá        | 1991                  | 6.90                            | 2.23                           | 2 +/- 1                         |
| Reino Unido   | 1992                  | 4.00                            | 3.39                           | 2                               |
| Austrália     | 1993                  | 2.00                            | 2.65                           | 2 - 3                           |
| Suécia        | 1993                  | 1.80                            | 2.10                           | 2                               |
| R. Checa      | 1997                  | 6.80                            | 2.00                           | 3 +/- 1                         |
| Israel        | 1997                  | 8.10                            | 2.62                           | 2 +/- 1                         |
| Polônia       | 1998                  | 10.60                           | 3.10                           | 2.5 +/- 1                       |

<sup>4</sup> Câmara dos Deputados. **Orçamento com déficit é mais um desrespeito à LRF**. Disponível em: <<http://goo.gl/6pXQBF>> Acesso em 11/11/2015

<sup>5</sup> Site G1. **Governo prevê déficit de R\$ 30,5 bilhões no Orçamento de 2016**. Disponível em: <<http://goo.gl/y9CLVg>> Acesso em 11/11/2015.



|               |      |       |       |             |
|---------------|------|-------|-------|-------------|
| Brasil        | 1999 | 3.30  | 5.91  | 4.5 +/- 1   |
| Chile         | 1999 | 3.20  | 2.97  | 3 +/- 1     |
| Colômbia      | 1999 | 9.30  | 3.17  | 2 - 4       |
| África do Sul | 2000 | 2.60  | 3.50  | 3 - 6       |
| Tailândia     | 2000 | 0.80  | 3.05  | 0.5 - 3     |
| Hungria       | 2001 | 10.80 | 4.20  | 3 +/- 1     |
| México        | 2001 | 9.00  | 4.40  | 3 +/- 1     |
| Islândia      | 2001 | 4.10  | 2.37  | 2.5 +/- 1.5 |
| Coreia do Sul | 2001 | 2.90  | 3.51  | 3 +/- 1     |
| Noruega       | 2001 | 3.60  | 2.76  | 2.5 +/- 1   |
| Peru          | 2002 | -0.10 | 2.08  | 2 +/- 1     |
| Filipinas     | 2002 | 4.50  | 3.00  | 4 +/- 1     |
| Guatemala     | 2005 | 9.20  | 5.39  | 5 +/- 1     |
| Indonésia     | 2005 | 7.40  | 6.96  | 5 +/- 1     |
| România       | 2005 | 9.30  | 8.00  | 3 +/- 1     |
| Sérvia        | 2006 | 10.80 | 10.29 | 4 - 8       |
| Turquia       | 2006 | 7.70  | 6.40  | 5.5 +/- 2   |
| Armênia       | 2006 | 5.20  | 9.35  | 4.5 +/- 1.5 |
| Gana          | 2007 | 10.50 | 8.58  | 8.5 +/- 2   |
| Albânia       | 2009 | 3.70  | 3.40  | 3 +/- 1     |

Fonte: FMI, 2010. Elaboração própria.

A tabela 4 foi confeccionada na ordem que os países aderiram ao RMI. Os únicos países que aderiram ao regime e depois o abandonaram foram: Finlândia, Espanha e Eslováquia. E somente abandonaram devido a terem adotado o euro como moeda. A Armênia, República Checa, Hungria e a Polônia adotaram o RMI durante suas transições de economias planificadas para economias de mercado. Vários países emergentes, o Brasil entre eles, mudaram seus regimes monetários para o RMI devido às crises cambiais que ocorreram no fim dos anos 1990 (FMI, 2010).

Adam Rose (2006), aponta que somente 3 países adotaram o RMI e o abandonaram depois e somente por terem aderido ao Euro. Ao contrário dos regimes de ancoras cambiais que falharam na maioria dos países. Segundo este autor, essa seria uma forte evidência que o RMI é um regime viável e sustentável para diversos tipos de economias.

Rose (2006), argumenta que outra vantagem do RMI é que, ao contrário de *Bretton Woods* esse não é um regime padronizado internacional que os países devem ser membros signatários. Pelo contrário, uma das vantagens do RMI é que ele é flexível e adaptável as peculiaridades de cada país. Além disso, no estudo de Rose, as evidências apontam que países adotantes do RMI tem menor volatilidade cambial, tendem a sofrer menos paradas súbitas e fugas de capital, e o RMI parece ser extremamente benéfico para o nível de reservas destes países.

Conforme Mishkin (2000), o RMI é especialmente indicado para países emergentes (ele inclui países em transição do Leste Europeu e membros da antiga

União Soviética nesta definição). É vantajoso para estes países pelo fato de defendê-los de ataques especulativos e poderem focar na inflação ao mesmo tempo que dá possibilidade de responderem a choques externos. Além disso, o RMI é fácil de explicar ao público e traz transparência e também *accountability*, que é especialmente importante nesses países onde a política monetária sempre teve tradição de ser mal conduzida.

## 7 CONCLUSÃO

O objetivo do trabalho foi analisar os fatores determinantes das expectativas de inflação no Brasil na tentativa de identificar a viabilidade uso de tal regime monetário.

No capítulo 2 vimos como evoluiu o pensamento econômico, como cada uma das principais escolas lidava com as variáveis econômicas e como é a relação de cada escola com a moeda.

Já no terceiro capítulo fizemos um breve apanhado das características de cada um dos três regimes monetários mais comuns, regime de metas cambiais, metas monetárias ou de metas de inflação. Vimos também um histórico do regime de metas de inflação no Brasil.

No quarto capítulo, vimos o contexto histórico e econômico da criação da Lei de Responsabilidade Fiscal. Como ela influencia nos gastos do governo, refletindo assim nas taxas de inflação.

O quinto capítulo teve como assunto o papel das expectativas na formação da taxa de inflação. A mudança nos modelos que antes se baseavam na hipótese das expectativas adaptativas e a passagem para a atualidade onde são usadas as expectativas racionais.

No sexto capítulo foram abordados os motivos da persistência da inflação brasileira fora do centro da meta. Com o Banco Central perdeu o poder sobre alguns canais de transmissão da política monetária, seja por culpa dele mesmo, ou por intervenção do poder executivo.

A partir de 1971, quando o dólar deixou de ser pareado com o ouro, as autoridades monetárias de todo o mundo começaram a buscar um sistema estável e duradouro que as guiasse em suas tomadas de decisão.

Por um tempo parecia ser as metas monetárias, mas a dificuldades de controlar os agregados monetários e as inovações financeiras demonstraram que a ideia era inviável na prática. A outra alternativa era a das metas cambiais, mesmo tendo relativo sucesso no combate à inflação são muito custosas às reservas internacionais dos países e abrem o país a possibilidade de ataques especulativos. Além de restringirem demais a política monetária e praticamente impossibilitando a resposta a choques.

O comprovado sucesso do regime em controlar a inflação e reduzir volatilidades, somado ao fato que traz a oportunidade da política monetária finalmente poder se alinhar a objetivos nacionais parecem ser sinais que ele veio para ficar. Sem contar que num horizonte próximo não desponta nenhuma nova ideia que possa entrar no lugar e ser tão viável e duradoura.

## REFERÊNCIAS

ACKLEY, G. **Macroeconomic Theory**, New York: Collier-Macmillan, 1966.

ARESTIS, P.; PAULA, L. F.; FERRARI-FILHO, F. **A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil**. Economia e Sociedade, vol. 18, n. 1, 1-30, abr.2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Regime de metas de inflação para o Brasil** (Série perguntas mais frequentes). 2015. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/?FAQECONOMIA>>. Acesso em: 14/10/2015.

BERNANKE, B. S. *et al.* Inflation targeting: lessons from international experience. 1 ed. **Princeton University Press**, 1999.

BERNANKE, B; MISHKIN, F. **Inflation targeting: a New framework for monetary policy?** **Journal of Economic Perspectives**, vol.11, n. 2, Spring, 1997b.

BNDES. **Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP**. Site BNDES. Disponível em: <<http://goo.gl/337vbm>> Acesso em 11/11/2015

CÂMARA DOS DEPUTADOS. **Orçamento com déficit é mais um desrespeito à LRF**. Site Câmara dos deputados. Disponível em: <<http://goo.gl/6pXQBF>> Acesso em: 11/11/2015.

CAMPOS, A. M. **Accountability: Quando poderemos traduzi-la para o português?** Revista de Administração Pública. v. 24, n. 2, pp. 30-50, fev./abr. 1990.

COSTA F. N. Monetarismo de Milton Friedman: controle geral da oferta de moeda como regra. 09 de abril de 2013. Disponível em <<https://goo.gl/VXyYne>>. Acesso em: 10.09.2015.

CURADO, M; OREIRO, J.L. **Metas de Inflação: uma avaliação do caso Brasileiro**. Ind. Econ. Revista Fee, v.33, n.2, p. 127-146, set. 2005.

CURADO, MARCELO; CURADO, THIAGO. **Identificando as Preferências do Banco Central do Brasil (2002-2013)**. Estud. Econ., São Paulo, vol. 44, n.3, p. 445-467, jul.-set. 2014

EDWARDS S.; SAVASTANO M. A. **Exchange rates in emerging economies: what do we know?** The National Bureau of Economic Research. Cambridge, MA 02138, July 1999. Disponível em: < <http://www.nber.org/papers/w7228> > Acesso em: 23.09.2015.

FRAGA, A.. **Dez anos de Metas para Inflação.** XI Seminário Anual de Metas para Inflação 14 e 15 de maio de 2009

FREEDMAN, C.; LAXTON, D. **Inflation Targeting Pillars:** Transparency and Accountability. IMF working paper ; 09/262. Washington, DC : International Monetary Fund 2009

GIUBERTI, A. C. **Efeitos da Lei de Responsabilidade Fiscal sobre os Gastos dos Municípios Brasileiros.** Dissertação (Mestrado em Economia). Departamento de Economia. Universidade de São Paulo, 2005

GONTIJO, C. Notas críticas sobre a macroeconomia novo-keynesiana. **Revista de Economia Política**, vol. 29, n 2 (114), 285-301, abril-junho/2009.

G1. **Governo prevê déficit de R\$ 30,5 bilhões no Orçamento de 2016.** Site G1. Disponível em: <<http://goo.gl/y9CLVg>> Acesso em: 11/11/2015.

HOOVER K. D. New classical macroeconomics. **Library Economics Liberty.** Disponível em <<http://goo.gl/BeMp4o> >. Acesso em: 15.09.2015.

JAHAN S., MAHMUD A. S, PAPAGEORGIOU C. What is keynesian economics? **International Monetary Fund.** vol. 51, n 3, setembro de 2014. Disponível em <<http://goo.gl/1scPsC> >. Acesso em: 29.08.2015.

JAHAN S, PAPAGEORGIOU C. What is monetarism? **International Monetary Fund.** vol. 51, n 1, março de 2014. Disponível em <<http://goo.gl/4c8PzE> >. Acesso em: 30.08.2015.

JAHAN, S. **Inflation Targeting:** Holding the Line. FMI. 2010. Disponível em:<<http://goo.gl/niHRQ4>>. Acesso em: 14/11/2015.

J. BOGDANSKI; A. TOMBINI; S. WERLANG. **Implementing Inflation Targeting in Brazil.** Trabalho para Discussão nº1, Banco Central do Brasil, Brasília. 2000

LUCAS, R. E.; SARGENT, T. J. **After keynesian macroeconomics in after the phillips curve**: Persistence of High Inflation and High Unemployment. Boston, MA: Federal Reserve bank of Boston, 1978.

MATHAI K. Monetary policy: Stabilizing Prices and Output. **International Monetary Fund**. 28 de março de 2012. Disponível em <<http://goo.gl/fNW6ON>>. Acesso em: 02.09.2015.

MISHKIN F. S. **From monetary targeting to inflation targeting**: lessons from the industrialized countries. Artigo. Columbia University in the City of New York. Janeiro 2000.

MISHKIN, F. Inflation targeting in emerging market countries. **NBER Working Paper**, Cambridge, MA, n 7618, 2000.

MISHKIN, F. International experiences with different monetary policy regimes. **NBER Working Paper**, Cambridge, MA, n 7044, 1999.

MINELLA, A. ; SOUZA SOBRINHO, N. F. . **Monetary Channels in Brazil through the Lens of a Semi-Structural Model**. Working Paper Séries. Banco Central do Brasil (Online), v. 181, p. 1-57, 2009.

MUTH, John A. “**Rational Expectations and the Theory of Price Movements.**” *Econometrica* 29, no. 6 (1961): 315–335.

NEVES, A. L.; OREIRO, J. L. **O regime de metas de inflação**: uma abordagem teórica. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, vol. 29, n 01, 101-132, jun. 2008.

O'DONNELL, G. **Democracia Delegativa?** *Novos Estudos*. Nº 31, out. 1991.

ROSE, A. K. **A stable international monetary system emerges**: Inflation Targeting is Bretton Woods Reversed. National Bureau of Economic Research (NBER), novembro de 2006 (working paper 12711).

ROSSETTI, José Pascoal; LOPES, João do Carmo. **Economia Monetária**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

SNOWDON, B.; VANE, H. R. **Modern macroeconomics**: its origins, development and current state. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2005

VALOR ECONÔMICO. **Bancos concederam volume menor de crédito em agosto**. Site Valor Econômico. Disponível em: <<http://goo.gl/6wvseF>> Acesso em 11/11/2015